

Quand les crises s'entrechoquent

Stijn Claessens, M. Ayhan Kose et Marco E. Terrones

Les récessions associées à un resserrement du crédit ou à un effondrement des prix des actifs sont plus longues et plus profondes

Fermeture d'une usine de General Motors à Lansing (Michigan).

LA CRISE financière qui a commencé aux États-Unis a déjà affecté l'économie réelle dans de nombreux pays. Mais la gravité des répercussions et la durée de la récession qui en résultera font l'objet d'un vif débat parmi les économistes.

Ce débat a mis en lumière des questions concernant les liens entre le secteur financier et l'économie réelle en période de récession. Par exemple, comment les variables macroéconomiques et financières se comportent-elles pendant une récession, un resserrement du crédit ou un effondrement des prix des actifs (logements et actions)? Ou encore, les récessions associées à un resserrement du crédit et à un effondrement des prix des actifs sont-elles différentes des autres?

Pour répondre à ces questions, nous avons entrepris une analyse en profondeur des liens observables entre certaines variables (macroéconomiques et financières) clés, au cours de différents cycles économiques et financiers

et dans 21 pays membres de l'OCDE (Claessens, Kose, and Terrones, 2008). Il s'agit de la première étude internationale détaillée s'appuyant sur une méthode empirique pour examiner les conséquences des récessions coïncidant avec des périodes de turbulences des marchés financiers (contraction du crédit, chute des prix du logement et des actions).

Récessions, contractions et chutes brutales

Avant d'analyser les récessions et leurs interactions avec les épisodes de resserrement du crédit et d'effondrement des prix des actifs, il faut déterminer les dates de début et de fin de ces différents événements. Pour ce faire, nous nous sommes concentrés sur les fluctuations du niveau des variables. Conformément aux principes directeurs du National Bureau of Economic Research, qui est officieusement chargé de la datation des cycles économiques américains, notre méthodologie postule qu'une récession commence dès que l'activité économique a atteint un pic et se termine dès qu'elle atteint un creux. Ainsi, nous avons identifié des cycles de production (PIB) et des cycles financiers (liés au crédit, au logement, aux actions). Après avoir cerné les points d'inflexion, nous avons étudié les principales caractéristiques des récessions et des épisodes de resserrement du crédit et d'effondrement des prix du logement et des actions.

Il y a eu 122 récessions entre 1960 et 2007. Leur durée moyenne était d'environ quatre trimestres, avec des variations substantielles : de deux trimestres pour l'épisode le plus bref à 13 trimestres pour le plus long (graphique 1). En général, la baisse de production observée entre le pic et le creux (amplitude de la récession) était de l'ordre de 2 %. À partir d'informa-



tions sur la durée et l'amplitude des récessions, nous avons également élaboré une mesure des pertes cumulées pour en estimer le coût global. Les pertes cumulées étaient typiquement de l'ordre de 3 %. Les récessions graves — pour lesquelles la baisse de production constatée entre le pic et le creux figurait dans le quartile supérieur des baisses de production liées à des récessions — ont duré plus de trois mois de plus que la moyenne et ont coûté beaucoup plus.

Nous avons identifié 28 phases de resserrement du crédit, 28 phases d'effondrement des prix du logement et 58 phases de chute brutale des cours boursiers. Les contractions du crédit et les chutes des prix du logement correspondent aux baisses du volume de crédit et aux baisses des prix des actifs qui sont enregistrées entre le pic et le creux et figurent respectivement dans le quartile supérieur de toutes les baisses du crédit et de toutes les baisses des prix du logement. Ces deux types d'événements sont souvent longs et graves. Ainsi, la contraction du crédit a généralement duré deux ans et demi et s'est soldée par une baisse de près de 20 % du crédit, mesurée en volume de prêts au secteur privé (graphique 2). Le repli brutal des prix du logement a eu tendance à durer plus longtemps (quatre ans et demi), avec une chute de 30 % des prix réels. L'effondrement des cours boursiers a duré en général plus de dix trimestres, à l'issue desquels la valeur réelle des actions avait diminué de moitié.

Quand elles n'étaient pas suivies de récessions, les phases de contraction et de repli brutal n'étaient pas forcément associées à des baisses de production. Même si la croissance ralentissait, surtout au tout début des phases de resserrement du crédit et d'effondrement des prix du logement, une expansion était souvent observée à la fin. Ceci n'est pas surprenant puisque ces épisodes n'étaient pas toujours exactement superposables à des récessions et duraient deux fois plus longtemps. Néanmoins, la croissance moyenne constatée en phases de contraction et d'effondrement était beaucoup moins rapide qu'en périodes de tranquillité des marchés du crédit et du logement.

En revanche, les contractions du crédit et les chutes brutales des prix du logement ont été accompagnées d'un net recul de l'investissement. Les premières ont eu tendance à coïncider avec des baisses de l'investissement résidentiel d'environ 6 % et les secondes avec des baisses deux fois plus importantes. Dans le même temps, le chômage progressait sensiblement, surtout au début des épisodes, quand l'activité économique commençait à s'essouffler.

Synchronisme des cycles nationaux

Pour certains observateurs, l'ampleur planétaire de la crise actuelle est sans précédent, car plusieurs économies avancées enregistrent en même temps des baisses des prix du logement et des cours boursiers et éprouvent des difficultés sur leurs marchés du crédit. Mais les données historiques montrent que le phénomène n'a rien d'exceptionnel. Les récessions, contractions et replis brutaux sont souvent simultanés dans plusieurs pays. Dans de nombreuses économies avancées, les récessions ont été concentrées sur quatre périodes au cours des 40 dernières années (milieu des années 70 et début des années 80, 90 et 2000) et ont souvent coïncidé avec des chocs mondiaux.

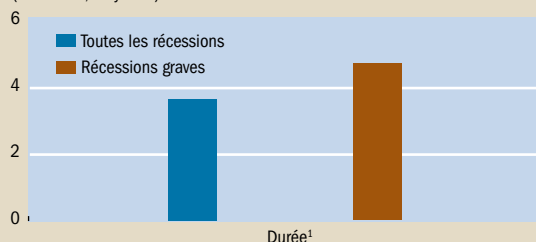
À l'instar des récessions, les phases de contraction du crédit sont synchrones dans de nombreux pays. De plus, les baisses des

Graphique 1

Un chemin long et douloureux

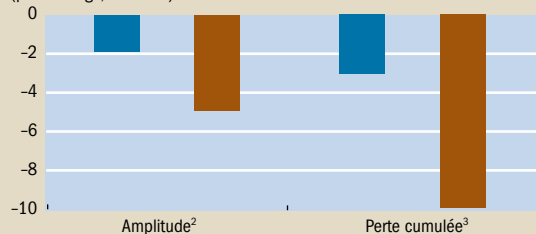
Les récessions profondes sont plus longues ...

(trimestres, moyenne)



... et bien plus coûteuses que les autres.

(pourcentage, médiane)



Source : Claessens, Kose, and Terrones (2008).

¹Durée : nombre de trimestres entre le pic et le creux d'une récession.

²Amplitude : variation du produit intérieur brut (PIB) entre le pic et le creux.

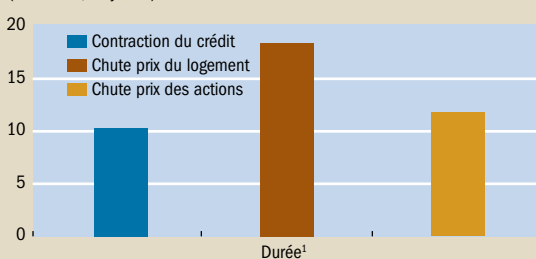
³Perte cumulée : montant total de la perte de PIB entre le pic et le creux.

Graphique 2

Plus longs et plus chers

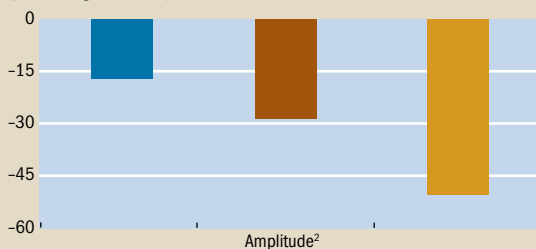
Les épisodes de contraction du crédit et d'effondrement des prix des actifs sont souvent longs...

(trimestres, moyenne)



... et s'accompagnent de fortes baisses du volume de crédit et des prix du logement et des actions.

(pourcentage, médiane)



Source : Claessens, Kose, and Terrones (2008).

¹Durée : nombre de trimestres entre le pic et le creux délimitant la contraction du crédit ou la chute des prix des actifs (logements et actions).

²Amplitude : variation du volume de crédit ou des prix des actifs entre le pic et le creux d'une contraction du crédit ou d'une chute des prix des actifs, respectivement.

prix du logement et des actions tendent à être simultanées. Les baisses des prix du logement, par exemple, sont très synchrones d'un pays à l'autre, ce qui souligne la contribution des facteurs financiers globaux (covariation des taux d'intérêt nationaux, entre autres) aux fluctuations des prix du logement. Les prix des actions présentent le plus haut degré de synchronisme, sans doute en raison de la forte intégration des marchés boursiers. Mais le nombre de pays où ces marchés sont baissiers est souvent supérieur au nombre de pays en récession. Comme dit l'adage populaire : «Wall Street a prédit neuf des cinq dernières récessions.»

La double peine

Les récessions associées à des phases de contraction et de repli brutal sont-elles effectivement pires que les autres? Pour répondre à cette question, nous avons d'abord utilisé une règle simple de «datation» afin de déterminer si une récession donnée était associée à un resserrement du crédit ou un effondrement des prix des actifs. Quand, en particulier, une récession avait commencé pendant ou après le début d'une contraction ou d'un repli brutal, nous avons considéré que cette récession était associée à ladite phase. Cette règle décrit un synchronisme mais n'implique aucun lien causal.

Le fait est que de multiples récessions ont été associées à des resserrements du crédit (un cas sur six) ou à un effondrement des prix du logement (un cas sur quatre). Un tiers des épisodes récessifs s'est doublé d'un repli brutal des cours boursiers. Il peut également y avoir des décalages considérables entre les perturbations des marchés financiers et l'économie réelle. Une récession peut commencer pas moins de quatre à cinq trimestres après l'amorce d'un resserrement du crédit ou d'un effondrement des prix du logement.

L'une des principales interrogations suscitées par la crise financière actuelle est celle-ci : les récessions associées à des phases de contraction ou de repli brutal sont-elles pires que les autres? Sur ce point, les données internationales sont claires : outre qu'elles sont plus longues, ces récessions se soldent par des pertes de production bien plus importantes. Surtout, si les récessions accompagnées

d'un grave resserrement du crédit ou effondrement des prix du logement ne durent en moyenne que trois mois de plus que les autres, elles débouchent généralement sur des pertes de production deux à trois fois plus importantes (graphique 3).

Pourquoi ces récessions sont-elles plus longues et plus profondes? Les difficultés des marchés financiers dues à la contraction du crédit et aux chutes des actifs peuvent prolonger et aggraver les récessions via divers circuits. Par exemple, un effondrement des prix des actifs peut diminuer la richesse nette des entreprises et des ménages et limiter leur capacité à emprunter, investir et dépenser, entraînant de nouvelles baisses des prix des actifs. Les banques et autres institutions financières peuvent restreindre leur activité de prêt car leur assise financière diminue pendant les phases de resserrement du crédit, ce qui se traduit par des récessions plus longues et plus profondes.

Une étude assez mécanique de l'évolution des principales composantes de la production en période de récession confirme cette conclusion : quand une récession coïncide avec une crise financière, la chute de la consommation et de l'investissement est généralement plus prononcée et conduit à des reculs plus importants de la production et de l'emploi. Par exemple, lors des récessions associées à un effondrement des prix du logement, la consommation a diminué deux fois plus que lors des autres récessions, probablement en raison de la perte substantielle de richesse subie par les ménages. Qui plus est, durant les récessions associées à des phases de contraction ou de repli brutal, le chômage a eu tendance à progresser plus vite.

Bien que les récessions associées à une chute brutale des actions aient été elles aussi plus longues et plus sévères que les autres, les différences n'étaient pas statistiquement significatives. Ceci confirme que les liens sont moins étroits entre les marchés d'actions et l'économie réelle qu'entre cette dernière et le volume du crédit ou les prix du logement.

Leçons à tirer pour la crise actuelle

L'économie mondiale traverse une crise financière d'ampleur historique. Les précédents épisodes de récession, contraction et repli sont édifiants et donnent à penser que les récessions qui suivront la tempête actuelle seront sans doute plus coûteuses, car elles se doubleront de contractions du crédit et de chutes des prix des actifs. En outre, si les effets de la crise sont déjà de plus en plus manifestes dans le monde entier, l'expérience fait penser que sa dimension planétaire s'accroîtra dans les prochains mois. Mais la nature d'une récession dans un pays donné peut être influencée par maints facteurs, notamment la santé financière de ses entreprises, banques et ménages avant la récession et les contre-mesures prises par les autorités. La poursuite de politiques décisives aux niveaux national et international pourrait aider à résoudre les problèmes successifs induits par la crise. ■

Stijn Claessens est Sous-Directeur au Département des études du FMI, et M. Ayan Kose et Marco Terrones sont économistes principaux dans le même département.

Bibliographie :

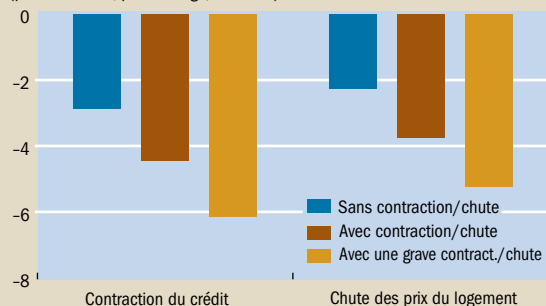
Claessens, Stijn, M. Ayan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" forthcoming IMF Working Paper.

Graphique 3

Incidence des crises du crédit et des prix des actifs

Les récessions coïncidant avec de graves contractions du crédit ou chutes des prix du logement entraînent de plus fortes pertes cumulées de PIB.

(perte cumulée, pourcentage, médiane)



Source : Claessens, Kose, and Terrones (2008).

Notes : La perte cumulée est le montant total de la perte de PIB entre le pic et le creux d'une récession. Les graves contractions du crédit ou chutes des prix du logement sont celles qui figurent dans la moitié supérieure de tous ces épisodes.